

Estrutura de capital e rentabilidade: um estudo sobre as empresas distribuidoras de energia elétrica listadas na BM&FBovespa

Maiara Sardá Silva (Universidade Federal de Santa Catarina) maiiasarda@hotmail.com

Darci Schnorrenberger (Universidade Federal de Santa Catarina) darcisc@gmail.com

Resumo:

Este estudo tem o objetivo de analisar a evolução da estrutura de capital e rentabilidade de cinco empresas Distribuidoras de Energia Elétrica, listadas na BM&FBovespa, no período de 1988 a 2014. Para tanto foi realizado um estudo descritivo, com abordagem qualitativa e procedimento documental de coleta de dados. Os dados foram extraídos das Demonstrações Contábeis e do software Economática. Os índices de endividamento utilizados na análise foram: índice de participação nos investimentos, participação do capital de terceiros e composição do endividamento. Já para a análise da rentabilidade foram utilizadas a taxa de retorno sobre investimentos e a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido. No período pesquisado, os resultados demonstram que as empresas aplicam grande parte de seus recursos no ativo não circulante. Na estrutura de capital há predomínio do capital de terceiros com comportamento crescente ao longo do período estudado. Os resultados sugeriram que o perfil da dívida das empresas da amostra é de longo prazo. A rentabilidade das empresas apresentou oscilações impactadas pelas crises e alterações econômicas do setor. Foi possível visualizar uma estrutura econômico-financeira semelhante entre as empresas, sem significativas diferenças entre as públicas ou privadas.

Palavras-chave: Estrutura de capital, Rentabilidade, Distribuidoras de energia elétrica.

Capital structure and profitability: a study of electricity distribution companies listed on the BM&FBovespa

Abstract

This study aims to analyze the evolution of the capital structure and profitability of five Electricity Distribution Companies listed on the BM&FBovespa, from 1988 to 2014. For this, a descriptive study was conducted with a qualitative approach and documental procedure for the data collection. Data were extracted from the Accounting Statements and Economática system. The debt ratios used in the analysis were: participation rate in investments, debt capital participation and composition of debt. As for the profitability analysis were used the rate of return on investments and the rate of return on net worth. In the period of the survey, the results showed that companies apply much of its resources on non-current assets. In the capital structure there is a predominance of third-party capital with increasing behavior during the period of the survey. The results suggested that the debt profile of the Companies is long term profile. The profitability of the Companies presented fluctuations impacted by crises and industry economic changes. It was possible to see an economic-financial structure similar between the Companies, with no significant differences between public and private.

Key-words: Capital structure, Profitability, Electricity distribution companies.

1. Introdução

Entre os desafios da gestão empresarial está compor o capital de uma empresa objetivando diminuir os riscos e aumentar os retornos. Segundo Ferreira, Bertucci e Pereira Filho (2010), a teoria que trata deste assunto é complexa e ainda não foi produzido um modelo que explique o comportamento das empresas na composição do capital.

Ao captar recursos, a escolha entre empregar capital próprio ou de terceiros pode influenciar o resultado das empresas. Para Lara e Mesquita (2008), as empresas tendem a apresentar índices maiores de rentabilidade quando o custo do capital de terceiros é igual ou inferior ao custo dos recursos próprios.

Quando há disponibilidade de recursos de ambas as fontes, a organização deve decidir entre utilizar capital próprio ou de terceiros. Entretanto, os fatores determinantes da composição de capital não estão relacionados somente às características internas das empresas. Bastos, Nakamura e Basso (2009) observam que o ambiente no qual a organização está inserida também influencia no nível de endividamento.

Em um panorama econômico oscilante, optar por uma composição de capital torna-se mais difícil. Lara e Mesquita (2008) indicam que no Brasil há duas situações que dificultam esta decisão: altas taxas de juros e a instabilidade econômica. Entretanto, alguns setores de infraestrutura contam com incentivos governamentais.

O setor elétrico é uma área crucial para qualquer economia, dele provém a energia para o crescimento econômico. Segundo a Resolução Normativa da ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica) nº 55, de 05/04/2004, o consumo de eletricidade no Brasil tem alta dependência com a atividade econômica e a evolução do PIB nacional. Este estudo justifica-se pela importância da estrutura de capital e rentabilidade das empresas distribuidoras de energia elétrica no desenvolvimento do setor e da economia brasileira.

A análise econômico-financeira das demonstrações contábeis é importante visto que analisa o desempenho passado de uma empresa, permite conhecer a situação atual e projetar decisões futuras. Além disso, permite aos investidores a escolha da melhor empresa para investir. O estudo nas distribuidoras de energia elétrica permite conhecer os impactos causados pelo contexto econômico, ao longo dos anos, no desempenho econômico-financeiro do setor.

Com isso, o objetivo principal do estudo consiste em examinar a evolução da estrutura de capital e rentabilidade de cinco empresas distribuidoras de energia elétrica, listadas na BM&FBovespa, no período de 1988 a 2014.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Estrutura de Capital

A estrutura de capital refere-se às formas utilizadas pelas empresas no financiamento de suas atividades, seja capital próprio ou de terceiros. Os estudos sobre estrutura de capital se destacaram a partir de 1950 com os pressupostos de Modigliani e Miller (1958). Segundo seus estudos, sob condições ideais o valor de mercado da empresa não é influenciado por sua estrutura de capital. Considerando um mercado imperfeito, este trabalho gerou novos estudos que buscaram analisar as influências do mercado na determinação da estrutura de capital das empresas.

Nakamura *et al.* (2007) indicam que os estudos de Modigliani e Miller (1963) ressaltam a importância dos impostos nas decisões sobre estrutura de capital. Considerando a dedutibilidade dos juros para o imposto de renda, o benefício faria com que as empresas optassem por grandes proporções de dívidas. No entanto, grandes proporções de dívidas pressionam o fluxo de caixa e aumentam o risco de falência. Para Brito, Corrar e Batistella (2007), a partir de certo momento o benefício fiscal das dívidas é anulado pelo risco de falência. Neste contexto se desenvolveu a Teoria do *Trade-off*, segundo esta teoria há uma estrutura ótima de capital.

Como alternativa à teoria do *Trade-off* surgiu a Teoria do *Pecking Order* de Myers (1984). Os investidores internos possuem informações que os investidores externos não possuem,

gerando a assimetria informacional. Em situações com informações assimétricas os custos das dívidas ultrapassam qualquer benefício. A Teoria do *Pecking Order* estabelece uma ordem entre as fontes de financiamento. Segundo Grzebieluckas *et al.* (2008), as empresas utilizam inicialmente os lucros retidos, seguidos de novas dívidas e, por último, a emissão de ações.

Através da análise das demonstrações contábeis pode-se conhecer aspectos da estrutura de capital utilizada pelas empresas. Conforme Lopes de Sá (2008), a decomposição dos fatos contábeis permite analisar o desempenho, estrutura e riscos das empresas. Por meio da análise de balanços utilizando índices de endividamento, origens e aplicações de recursos é possível obter um panorama sobre a estrutura de capital.

Nas análises de endividamento, Marion (2007) afirma que deve ser observado tanto aspectos relacionados à quantidade quanto a qualidade das dívidas. Além de analisar os montantes do endividamento das empresas, deve-se verificar se as dívidas são de curto ou longo prazo. A literatura aborda conceitos teóricos já consolidados, porém as aplicações abrem espaço para novas investigações. As mudanças no cenário econômico e nas estruturas organizacionais oportunizam que o conhecimento sobre o assunto seja sempre revisto e reinterpretado.

2.2 Rentabilidade

Ao investir em uma empresa os sócios ou acionistas tem como objetivo a rentabilidade do capital, ou seja, os investidores desejam obter retorno sobre o recurso investido. Segundo Pimentel e Lima (2011), obter uma rentabilidade adequada ao nível do risco suportado pelos detentores de capital é um desafio.

Titman e Wessels (1988) encontraram evidências de que há relação entre a estrutura de capital e os fatores determinantes nas decisões de endividamento, como o tamanho da organização e a rentabilidade. A Teoria do *Pecking Order* indica haver hierarquia das decisões de financiamento em que a preferência é pelo uso dos lucros retidos. Por este motivo, Nakamura *et al.* (2007) defendem que as empresas mais rentáveis operacionalmente deveriam ser menos endividadas. Isto aconteceria por preferirem utilizar os lucros e o caixa gerados por seus investimentos ao invés de captar recursos de terceiros.

Segundo Matarazzo (2010) os indicadores evidenciam a situação econômica e financeira da empresa. Os índices relacionados à rentabilidade demonstram o retorno do capital investido, ou seja, o rendimento obtido com o investimento. Deste modo, calcular o índice de Retorno sobre o Investimento (ROI) significa mensurar a capacidade de ganho da empresa, ou seja, quanto ela ganhou por cada real de capital investido. Já o índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) analisa o poder de ganho dos empresários, já que os recursos dos acionistas estão evidenciados no patrimônio líquido de uma entidade.

Ao compor a estrutura de capital deve-se analisar os fatores determinantes, em especial a rentabilidade, para que não se componha uma estrutura que diminua a capacidade de alavancagem da entidade, ou seja, a capacidade que as organizações possuem de obter melhores resultados com menores investimentos.

2.3 O setor de energia elétrica no Brasil

O sistema elétrico brasileiro é constituído de três segmentos: geração, transmissão e distribuição. O primeiro transforma em eletricidade uma fonte primária, o segundo envia a energia aos locais de consumo e o terceiro entrega a eletricidade aos consumidores finais.

De 1950 até meados de 1980, o setor cresceu a taxas elevadas acompanhando o ritmo da economia brasileira. Até este momento o setor era comandado pela iniciativa pública. Segundo Newbery (1999), após esta década houve uma crise financeira que gerou redução dos investimentos públicos e insuficiência dos sistemas de transmissão e distribuição. Com a

crise houve privatizações em diversos setores da economia, dentre eles o setor de energia elétrica. Diversas medidas foram tomadas a fim de que a participação do capital privado crescesse.

Proni e Lyrio (2005) indicam que através de incentivos públicos, com a privatização ocorreu a compra de ativos existentes no mercado, assim os investimentos não se concentraram na expansão da capacidade com novas unidades produtoras. Logo, a falta de investimentos na expansão associada aos reajustes tarifários ocasionou uma queda na qualidade dos serviços e do atendimento.

Segundo Catapan (2005), o programa de privatizações desencadeou uma crise de falta de energia que contribuiu para a queda no consumo devido ao aumento do preço. Isso afetou o desempenho econômico-financeiro das empresas, inclusive o retorno aos acionistas. Andriolo (2006) afirma que desta forma, foi necessária a criação entidades para controlar, fiscalizar e regular as atividades das empresas distribuidoras de energia elétrica. Em 1995, foi aprovada a Lei nº 8.987 que definiu o novo regime de concessões e permissões dos serviços públicos. No ano de 1996, nasce a ANEEL, vinculada ao Ministério de Minas e Energia, com a função de regular e fiscalizar o setor de energia elétrica brasileiro.

A reforma do setor elétrico ocorreu na premissa de introdução da competição no segmento. No entanto, Proni e Lyrio (2005) afirmam que os investimentos neste setor no ano 2000 foram bastante reduzidos em comparação ao início dos anos 90. A evidência deste acontecimento culminou com o racionamento de energia elétrica em 2001.

Ao longo dos anos o setor de energia elétrica sofreu diversas modificações, a alternância entre o capital público e privado, as crises decorrentes de falta de investimentos e o novo modelo regulatório são aspectos importantes no histórico deste setor.

2.4 Estudos Similares

Na literatura há vários estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade que buscam identificar qual o comportamento e quais os fatores determinantes da estrutura de capital e rentabilidade nas empresas.

Catapan (2005) procurou analisar os reflexos da privatização das distribuidoras do setor elétrico brasileiro no patrimônio líquido e na solvência. A metodologia utilizada foi a pesquisa de eventos e o Modelo de Previsão de Insolvência de Kanitz. Os resultados do estudo não permitiram afirmar que a privatização melhorou o retorno sobre o patrimônio líquido, mas houve uma tendência de melhoria.

Alves, Castro e Marques (2007) buscaram analisar o perfil do endividamento das empresas brasileiras distribuidoras de energia elétrica, com ações na BM&F Bovespa, através dos índices de endividamento. Constataram que as empresas se financiam predominantemente com recursos de terceiros e de longo prazo.

Silvestre e Figueira (2008) analisaram a evolução de cinco distribuidoras de energia elétrica, localizadas no nordeste do Brasil, no período anterior e posterior as privatizações (de 1997 a 2007). Pela análise de indicadores técnicos (DEC e FEC) e financeiros (EBTIDA e Resultado do Exercício) constataram que os índices financeiros das empresas privatizadas melhoraram em relação ao das empresas públicas, não foi possível notar evidências de que o mesmo tenha ocorrido em relação aos indicadores técnicos.

Lima e Freire (2008) verificaram a composição de capital e o desempenho das empresas distribuidoras de energia elétrica. O trabalho analisou índices como: composição de capital, rentabilidade, liquidez, retorno sobre o patrimônio líquido, etc. Concluíram que o maior aporte de capital não significa melhores indicadores de desempenho econômico-financeiro.

Schnorrenberger *et al.* (2014) analisaram a estrutura de capital e rentabilidade de 48 empresas sendo 16 de cada setor (Bens Industriais, Consumo Cíclico e Materiais Básicos), de 1988 a 2011. Constataram que os três setores utilizaram mais capitais de terceiros, que a rentabilidade diminuiu nos setores de Bens Industriais e Consumo Cíclico e cresceu no setor de Materiais Básicos.

Estes estudos demonstram que vários fatores influenciam as decisões e o comportamento destas variáveis nas organizações. Apesar de inúmeros estudos ainda não foi encontrado um modelo que explique o comportamento da estrutura de capital e da rentabilidade.

3. Metodologia

Esta pesquisa objetiva o estudo e detalhamento das características de um fenômeno, ou seja, uma pesquisa descritiva (GIL, 2002). Quanto à abordagem trata-se de uma pesquisa qualitativa devido ao fato de que o objetivo da pesquisa não são os “índices” em si, e sim a necessidade de aprofundar as variáveis que indicam fatores relevantes na análise do tema proposto (BEUREN *et al.* 2006).

O procedimento para coleta dos dados é documental, pois utiliza materiais que não receberam um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (GIL, 2002). Os dados contábeis foram coletados do software Economatica assim como das Demonstrações Contábeis das empresas publicadas no site da BM&F Bovespa, logo dados de natureza secundária.

A amostra foi obtida a partir da população composta pelas empresas distribuidoras de energia elétrica, listadas na BM&F Bovespa. A escolha pelas distribuidoras de energia justifica-se pelas modificações históricas e econômicas que o setor passou e que podem ter afetado a estrutura de capital e rentabilidade das empresas, como por exemplo, as privatizações e as crises que demandaram vasta captação de recursos no mercado. Compuseram a amostra as empresas que apresentaram todos os dados necessários ao cálculo dos índices em todos os anos determinados para a pesquisa.

Considerando o objetivo da pesquisa ser uma análise longitudinal, buscou-se o maior período de tempo para o qual havia disponibilidade de dados. A coleta iniciou-se em 1988 devido à maior divulgação a partir deste ano. A amostra final ficou composta por cinco empresas distribuidoras de energia elétrica: Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A, Cemig Distribuição S.A, Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Light S.A e Cia Paulista de Força e Luz – CPFL.

Após a seleção da amostra e da série temporal a ser analisada foram definidos os índices econômico-financeiros para dar suporte às análises conforme Quadro 1.

DENOMINAÇÃO	FÓRMULA
ESTRUTURA DE CAPITAL	
Quocientes de Participação nos Investimentos	$\text{Ativo Circulante} / \text{Ativo Total}$
Participação do Capital de Terceiros sobre Recursos Totais	$(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}) / \text{Passivo Total}$
Composição do Endividamento	$\text{Passivo Circulante} / (\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante})$
RENTABILIDADE	
Taxa de Retorno sobre Investimentos	$\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$
Taxa de Retorno sobre Patrimônio Líquido	$\text{Lucro Líquido} / (\text{Patrimônio Líquido} - \text{Lucro do Exercício})$

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Lopes de Sá (2008) e Marion (2007)

Quadro 1 – Índices de Estrutura de Capital e Rentabilidade

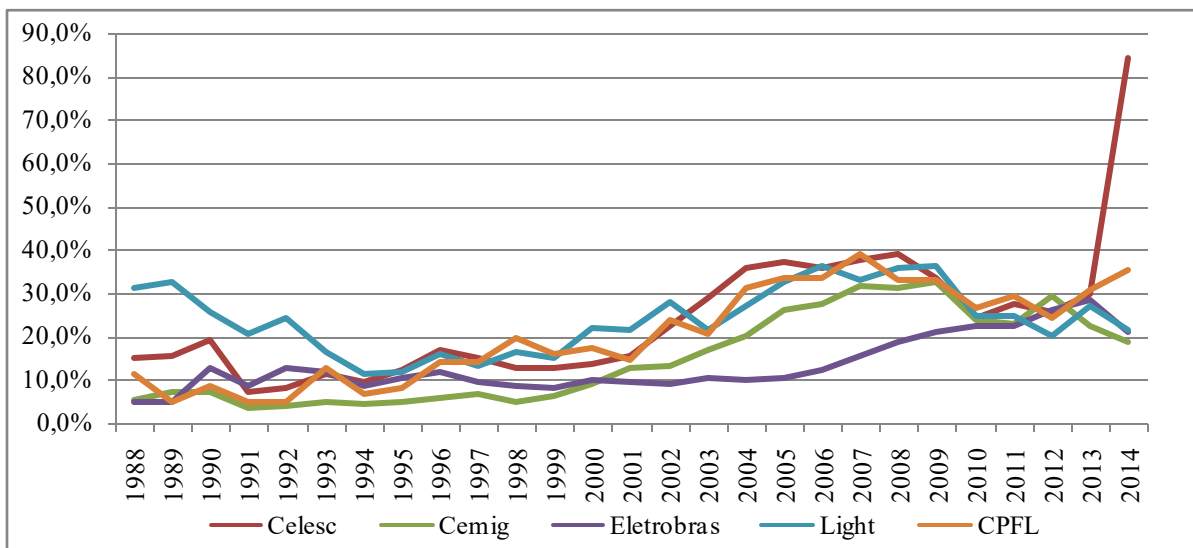
Assim, calcularam-se os índices para cada uma das empresas compondo, base para as análises

comparativas e evolutivas no tópico seguinte.

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

4.1 Composição do Ativo

Os quocientes de participação nos investimentos permitem identificar em que grupos de ativos as empresas aplicam seus recursos conforme ilustrado no Gráfico 1.



Fonte: Dados da pesquisa

Gráfico 1 – Quociente de Participação nos Investimentos

No Gráfico 1 em destaque, pode-se perceber que todas as empresas, em todo o período analisado, aplicam menos de 50% dos seus ativos no curto prazo, a única exceção é a Celesc em 2014. No ano de 2013 a rubrica “Ativo Indenizatório – concessão”, no ativo circulante, da Celesc estava zerada e no ano de 2014 passou a contabilizar o valor de R\$ 2.890.451.000,00. Segundo as Notas explicativas da empresa, os ativos de concessão referem-se a créditos a receber da União quando a companhia possui direito de receber caixa ao final da concessão. Este direito representa uma indenização pelos investimentos efetuados em infraestrutura e não recuperados por meio da tarifa.

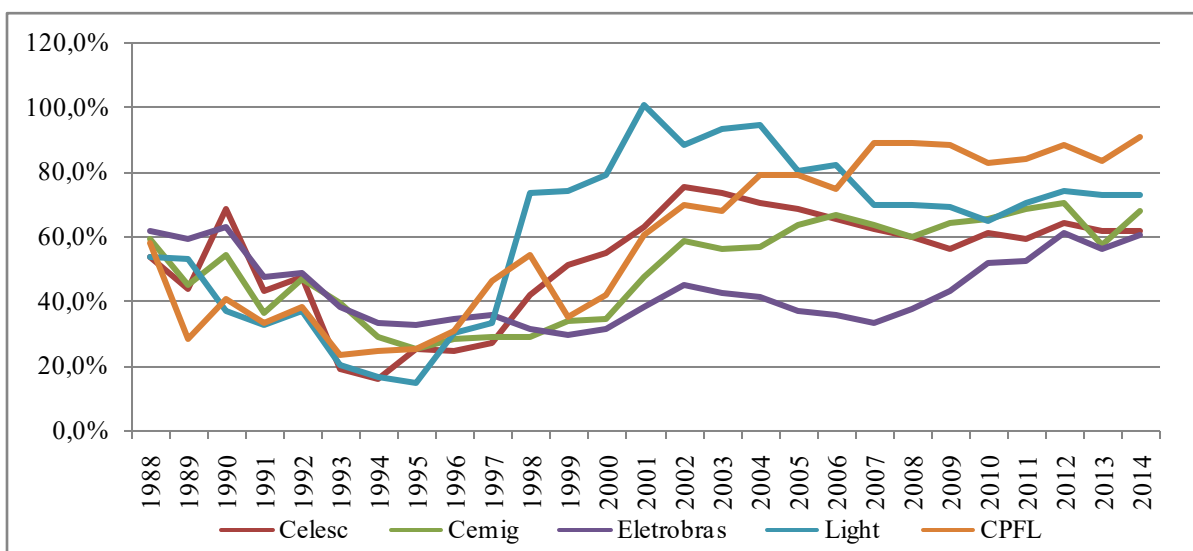
Através do gráfico, é possível concluir por dedução, que a maior parte dos recursos das empresas da amostra foi aplicada no ativo não circulante. Resultado este, de certa forma esperado em função das características do setor que requer das empresas, uma estrutura de distribuição de energia bastante robusta ao passo que seu “produto” não é estocável.

Percebe-se também, um comportamento crescente das aplicações de curto prazo do início da década de 90 até 2008, quando esta participação diminuiu no ativo total das empresas. Este comportamento coincide com o início da reestruturação e privatização do setor de energia elétrica ocorrida a partir da segunda metade da década de 1990 e com a crise financeira ocorrida em 2008. Porém, não é possível notar diferenças entre empresas privatizadas e empresas que se mantiveram estatais, levando a crer que este comportamento é mais uma característica do setor do que do tipo de capital (público ou privado) que a gere.

4.2 Composição do Passivo

4.2.1 Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais

Este indicador identifica a participação dos recursos de terceiros em relação ao passivo total da empresa. No Gráfico 2 encontra-se em destaque o endividamento das empresas.



Fonte: Dados da pesquisa

Gráfico 2 – Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais

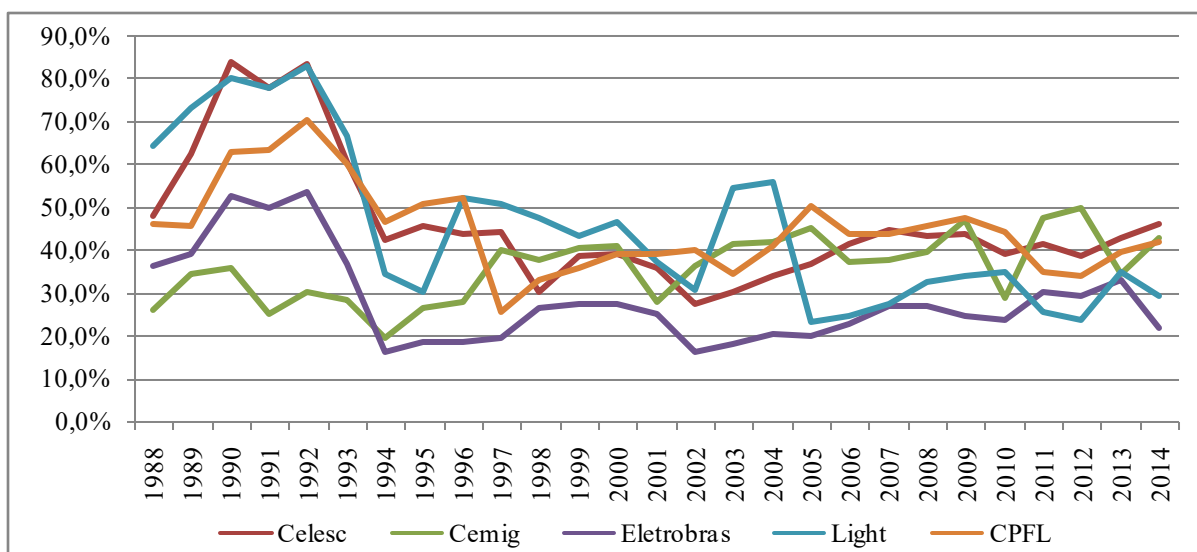
A exemplo do que aconteceu nas aplicações de recursos, na análise das origens, também se percebe um comportamento similar nas empresas, sem grandes diferenças entre o tipo de gestão (pública ou privada).

Pode-se notar também, que até meados da década de 1990, período que coincide com a remodelação e privatização de grande parte do setor, os recursos de terceiros tiveram um comportamento decrescente. No ano de 1994, o capital de terceiros representou aproximadamente 30% de todas as origens de recursos. A partir daquele momento, a participação dos capitais de terceiros nas fontes totais de recursos aumentou consideravelmente, representando em 2014 mais de 60% de todos os recursos. No caso da CPFL, a participação dos capitais de terceiros alcançou um patamar superior a 90%. O aumento na participação do capital de terceiros da CPFL tem grande influência da rubrica de Empréstimos e Financiamentos. O aumento do endividamento da CPFL tem o objetivo de suportar a estratégia de expansão das empresas do grupo.

Diferente do que aconteceu com o perfil das aplicações de recursos, aparentemente, a crise financeira de 2008, pouco influenciou no indicador das fontes de financiamento das empresas. Os resultados desta pesquisa convergem aos obtidos por Alves, Castro e Marques (2007) de que as empresas distribuidoras de energia elétrica utilizam mais capital de terceiros do que capital próprio para financiar suas atividades. Na amostra utilizada por estes autores, mais de 65% do ativo das empresas analisadas era financiado por capital de terceiros.

4.2.2 Composição do Endividamento

Se a dependência do capital de terceiros aumentou ao longo das últimas décadas, convém conhecer o perfil desta dependência, ou seja, se é de curto ou longo prazo. O Gráfico 3 apresenta o percentual das dívidas que são de curto prazo. Naturalmente, o percentual restante representa as dívidas de longo prazo.



Fonte: Dados da Pesquisa

Gráfico 3 – Composição do Endividamento

No Gráfico 2 ficou bastante caracterizado uma sensível diferença nas fontes de financiamentos (de terceiros ou próprios) a partir de meados da década de 1990, no Gráfico 3 também percebe-se uma sensível mudança no mesmo período, porém, na ordem inversa.

Se, por um lado, até meados da década de 1990, período anterior a remodelação e privatização de grande parte do setor de distribuição de energia, as empresas se financiavam mais com recursos próprios (Gráfico 2), no Gráfico 3 pode-se perceber que neste período, os capitais de terceiros eram predominantemente de curto prazo. Depois, a participação dos capitais de terceiros aumentou em relação aos capitais totais (Gráfico 2) e o perfil desta fontes também mudou, ou seja, passaram a ser mais de longo do que de curto prazo (Gráfico 3).

Grande parte deste comportamento coincidiu com a remodelação e política de privatização do setor financiada, principalmente, pelo agente de financiamento BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), pois dar apoio a setores de infraestrutura provendo fontes de financiamento a longo prazo faz parte do seu papel.

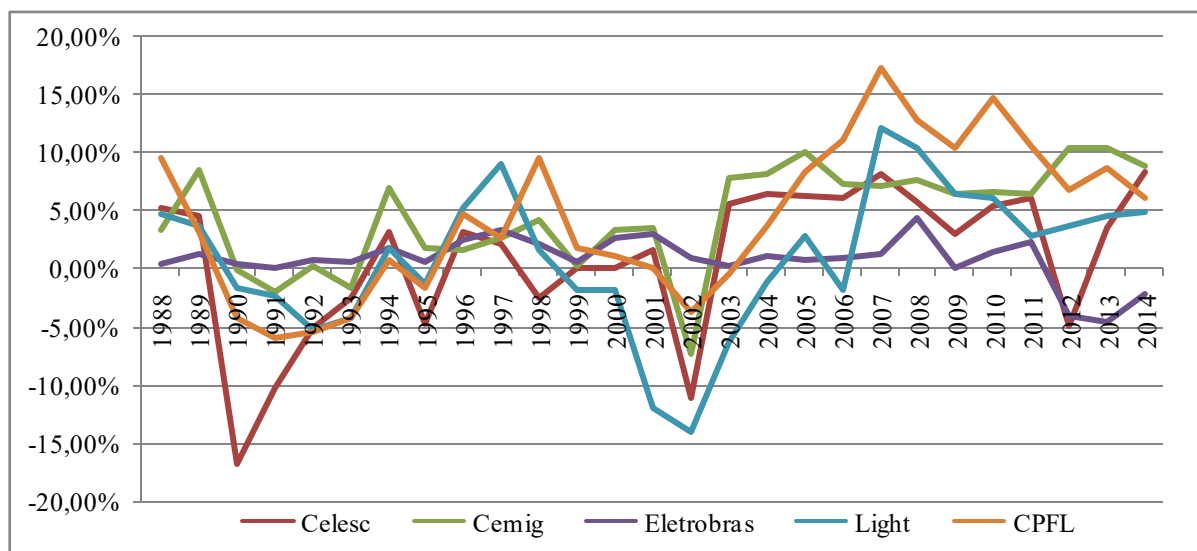
O perfil da dívida das empresas da amostra corrobora os estudos de Alves, Castro e Marques (2007) e de Lima e Freire (2008). Em seus estudos, as empresas também apresentaram mais dívidas de longo prazo que de curto prazo. Porém, estes mesmos resultados contradizem os estudos de Bastos, Nakamura e Basso (2009) que indicam que as empresas brasileiras, no período de 2001 a 2006, tiveram a maior parte de seus recursos concentradas no curto prazo.

Na composição do ativo, verificou-se que a maior parte dos recursos está aplicada no ativo não circulante. Comportamento similar ao encontrado nas fontes de recursos que também estão mais concentradas no longo prazo.

4.3 Rentabilidade

4.3.1 Taxa de Retorno sobre investimentos

A taxa de retorno sobre o investimento é a razão entre o lucro gerado nas atividades da empresa e o capital investido, representado pelo ativo. O Retorno sobre o investimento, também conhecido como ROI (Return on Investment), demonstra a rentabilidade da empresa, ou seja, sua capacidade de gerar lucros. O Gráfico 4 apresenta o comportamento da Taxa de Retorno sobre os Investimentos das empresas distribuidoras de energia elétrica:



Fonte: Dados da pesquisa

Gráfico 4 – Taxa de Retorno sobre os Investimentos

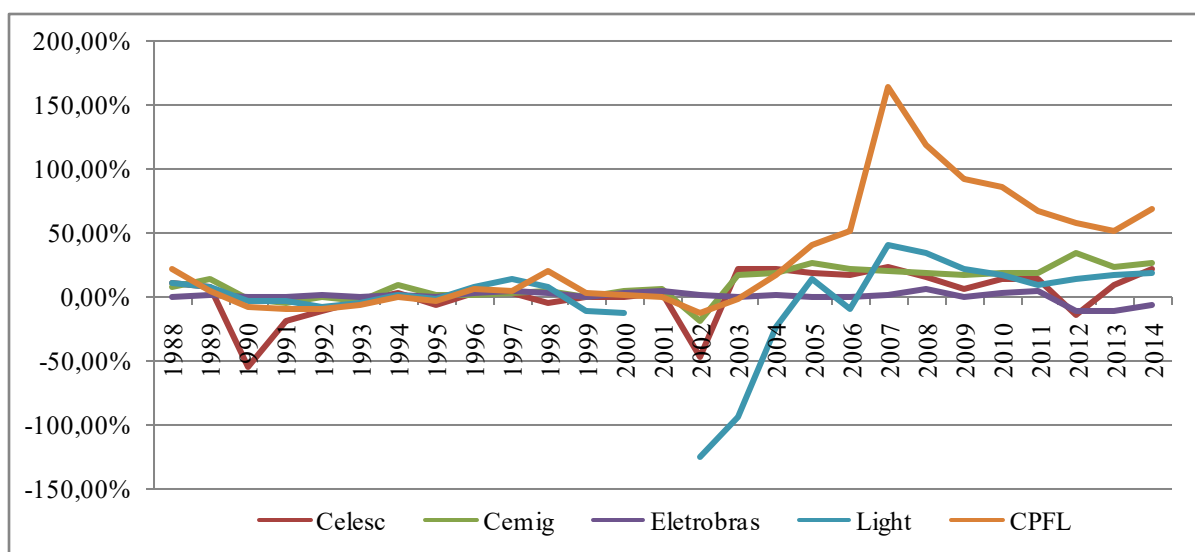
Parte deste comportamento se deve ao fato de serem empresas reguladas e consequentemente, tem suas margens de rentabilidade arbitradas pelo órgão regulador, próxima a 10% ao ano. Assim resta às empresas, administrarem dentro desta margem. Se a gestão for eficiente, os ganhos serão seus, do contrário, ela perde.

O retorno negativo acentuado e generalizado de 2002 foi fortemente influenciado pelo racionamento de energia elétrica, fazendo com que o custo da energia aumentasse em patamares estratosféricos e sem cobertura imediata para as empresas. Isso, segundo Pires, Giambiagi & Sales (2002), fez com que no período que seguiu o racionamento, as empresas passassem a enfrentar crises de liquidez e sustentar prejuízos operacionais. Este fato foi determinante para que o retorno sobre os investimentos fosse negativo neste ano.

A partir do ano de 2003, pode-se perceber uma melhora na rentabilidade das empresas. Esta análise converge ao pressuposto de Castro (2005) de que com o crescimento da demanda, valorização do real e aumentos da revisão periódica da ANEEL, no ano de 2004 as empresas apresentariam melhoria de rentabilidade.

4.3.2 Taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido

A taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido permite identificar a rentabilidade obtida sobre o capital próprio, ou seja, se o capital investido pelos sócios está sendo condignamente remunerado. No gráfico 5 é possível analisar a evolução da Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas distribuidoras de energia elétrica entre os anos de 1988 e 2014.



Fonte: Dados da pesquisa

Gráfico 5 – Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido

No Gráfico 5, pode-se notar um comportamento do Retorno sobre o Patrimônio Líquido bastante parecido ao do ROI, visto no tópico anterior. Mudam os percentuais, mas os comportamentos são similares, pois ambos utilizam com numerador o mesmo dado.

No Gráfico 5, podemos notar a falta do indicador para a empresa Light S.A no ano de 2001. Este ponto foi retirado do gráfico, pois neste ano a Light S.A encontrava-se em uma situação de prejuízo líquido e passivo a descoberto o que gerou um indicador excessivamente positivo. O indicador calculado foi de 1.100,21%, causando distorção na análise do gráfico e não representando a realidade econômica desta empresa.

Há uma leve queda do indicador das empresas da amostra no ano de 1995. Isso pode ser influenciado pela mudança na estrutura do setor elétrico brasileiro com a Lei nº 8.987/95, intitulada “Lei das Concessões”. Esta lei aumentou a competição entre as empresas através do regime de licitações, abrangendo o capital privado. Deste modo, o aumento na competição no setor de energia elétrica pode ter afetado a rentabilidade das empresas neste ano.

Porém, no período que segue este pode-se notar uma tendência pouco expressiva de crescimento do retorno do patrimônio líquido das empresas distribuidoras. Apesar de haver uma tendência de crescimento foi possível perceber que o retorno não foi muito alto nos anos seguintes, corroborando também as pesquisas de Lima e Freire (2008) de que os investidores não obtiveram um retorno bom para os investimentos. É importante salientar que o novo modelo das empresas de energia elétrica visava aumentar a eficiência do setor, no entanto é preciso também analisar os riscos inerentes do negócio que influencia a rentabilidade das empresas.

Outro cenário que influenciou o comportamento do retorno sobre o patrimônio líquido foi o racionamento de energia elétrica. No ano de 2002, pós-acionamento de energia elétrica, todas as empresas da amostra tiveram rentabilidade negativa, com exceção da Eletrobras que obteve retorno do patrimônio líquido de 1,65%. A rentabilidade das empresas voltou a crescer no período seguinte.

5. Considerações Finais

Este estudo buscou analisar o comportamento da estrutura de capital e rentabilidade das empresas distribuidoras de energia elétrica entre os anos de 1988 a 2014. Através da análise

dos indicadores foi possível visualizar uma estrutura econômico-financeira semelhante entre as empresas da amostra não havendo significativas diferenças entre empresas públicas ou privadas.

No período analisado, houve três eventos que influenciaram significativamente os resultados do setor. O primeiro e mais significativo foi a remodelação e privatização de grande parte do setor, em meados da década de 1990. Este evento afetou a forma como as empresas se financiavam e os seus resultados, as fontes de financiamento que eram predominantemente de recursos próprios, passaram a ser de terceiros. Além disso, os recursos de terceiros, que em sua maioria eram de curto prazo, passaram a ser de longo prazo. Quanto aos resultados, eles reverteram um comportamento de queda para um de lucro. O segundo evento foi mais pontual e afetou principalmente a rentabilidade das empresas. Trata-se do racionamento de energia no início da década de 2000, forçando as empresas a comprar energia a um preço superior ao que elas estavam autorizadas a repassá-la ao consumidor final. O terceiro evento que afetou o setor, foi a crise financeira de 2008 que resultou em retração no consumo de energia.

Os resultados indicaram que a rentabilidade das empresas da amostra não foi muito expressiva entre os anos de 1988 e 2014. Houve um crescimento da rentabilidade após o período das privatizações (a partir de 1995), contudo o crescimento foi pouco expressivo. Estes resultados junto ao alto endividamento que se verificou nas empresas da amostra, corroboram a Teoria do *Pecking Order* de que inicialmente as empresas buscam se financiar com o lucro retido para, em seguida, buscar o capital de terceiros. Constatou-se o baixo retorno sobre os investimentos e sobre o patrimônio líquido, o que pode ter influenciado na captação de recursos externos.

Referências

ALVES, C.; CASTRO, F. A. R.; MARQUES, J. A. V.C. *O Perfil do Endividamento das Empresas Brasileiras Distribuidoras de Energia Elétrica negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo*. In II Seminário Internacional: Reestruturação e Regulação do Setor de Energia Elétrica e Gás Natural; 13 e 14 de setembro de 2007; Rio de Janeiro - RJ.

ANDRIOLO, L. J. *A reforma do Estado de 1995 e o Contexto Brasileiro*. In XXX Encontro da ANPAD; 23 a 27 de setembro de 2006; Salvador – BA.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. *Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: um estudo empírico considerando os fatores macroeconômicos e institucionais*. Revista de Administração Mackenzie, São Paulo, v. 10, n. 6, p.47-77, 2009.

BEUREN, I. M. *et al.* *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BRASIL. ANEEL. **Resolução Normativa ANEEL nº 55 de 05 de abril de 2004**. *Estabelece a metodologia de cálculo do Fator X na revisão tarifária periódica da concessionária do serviço público de distribuição de energia elétrica*.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. *Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil*. Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, n. 43, p.9-19, 2007.

CATAPAN, E. A. *A Privatização do Setor Elétrico Brasileiro: os Reflexos na Rentabilidade e Solvência das Empresas Distribuidoras de Energia*. 2005. 210 f. Tese (Doutorado) - Curso de Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2005.

CASTRO, N. J. A. *Caminho da Consolidação do Modelo do Setor Elétrico*. Revista Energia & Mercados. Ano 4, nº 49, p. 34, 2005.

FERREIRA, R. M.; BERTUCCI, L. A.; PEREIRA FILHO, A. D. *Relação entre Estrutura de Capitais e Estrutura de Ativos nos Setores Brasileiros de Energia Elétrica e Telecomunicações*. Revista Brasileira de Gestão de Negócios, São Paulo, v. 12, n. 34, p.7-24, 2010.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GRZEBIELUCKAS, C. et al. *A estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil*. Revista Brasileira de Estratégia, Curitiba, v. 1, p.73-88, 2008.

LARA, J. E.; MESQUITA, J. M. C. *Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real*. Revista Contabilidade Vista & Revista, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p.15-33, abr./jun. 2008.

LIMA, L. C. G. B.; FREIRE, F. S. *Composição de Capital versus Desempenho Financeiro de Empresas de Distribuição de Energia Elétrica*. In: XV CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 2008, Curitiba.

MARION, J. C. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. São Paulo: Atlas, 2007.

MATARAZZO, D. C. *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. São Paulo: Atlas, 2010.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, v. 48, n. 3, p.261-297, jun. 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. The American Economic Review, v. 53, n. 3, p.433-443, jun. 1963.

MYERS, S. C. *The capital structure puzzle*. Journal of Finance, Chicago: American Finance Association, v.39, n.3, Jul.1984

NAKAMURA, W. T. et al. *Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro - Análise de Regressão com Painel de dados no período 1999-2003*. Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, n. 44, p.72-85, 2007.

NEWBERY, D. M. *Privatization, restructuring and regulation of network utilities*. European Economic Review. 41 (1997).

PIMENTEL, R. C.; LIMA, I. S. *Relação trimestral de longo prazo entre os indicadores de liquidez e de rentabilidade: evidência de empresas do setor têxtil*. Revista de Administração, São Paulo, v. 46, n. 3, p.275-289, 2011.

PRONI, M. W.; LYRIO, P. M. *A Privatização do Setor Elétrico e seus impactos sobre o trabalho*. Revista Gestão Industrial, Ponta Grossa, v. 01, n. 1, p.138-166, 2005.

SÁ, A. L. de. *Moderna Análise de Balanços ao Alcance de Todos*. Curitiba: Juruá Editora, 2008. 304 p.

SCHNORRENBARGER, Darci. et al. *Estrutura de Capital e Rentabilidade: Estudo longitudinal de empresas listadas na BM&FBovespa*. Registro Contábil, Maceió, v. 5, n. 1, p.69-86, 2014.

TITMAN, S.; WESSELS, R. *The Determinants of Capital Structure choice*. The Journal Of Finance, v. 43, n. 1, p.1-19, mar. 1988

SILVESTRE, B. S.; SILVEIRA, L. A. P. A. F. *Vale a Pena Privatizar? Evidências do Setor de Distribuição de Energia Elétrica*. In XXXII Encontro da ANPAD; 06 a 10 de setembro de 2008; Rio de Janeiro – RJ.

PIRES, J. C. L.; GIAMBIAGI, F.; SALES, A. F. S. *As Perspectivas do Setor Elétrico após o Racionamento*. Textos para Discussão do BNDES nº 97. Rio de Janeiro – RJ, 2002.